

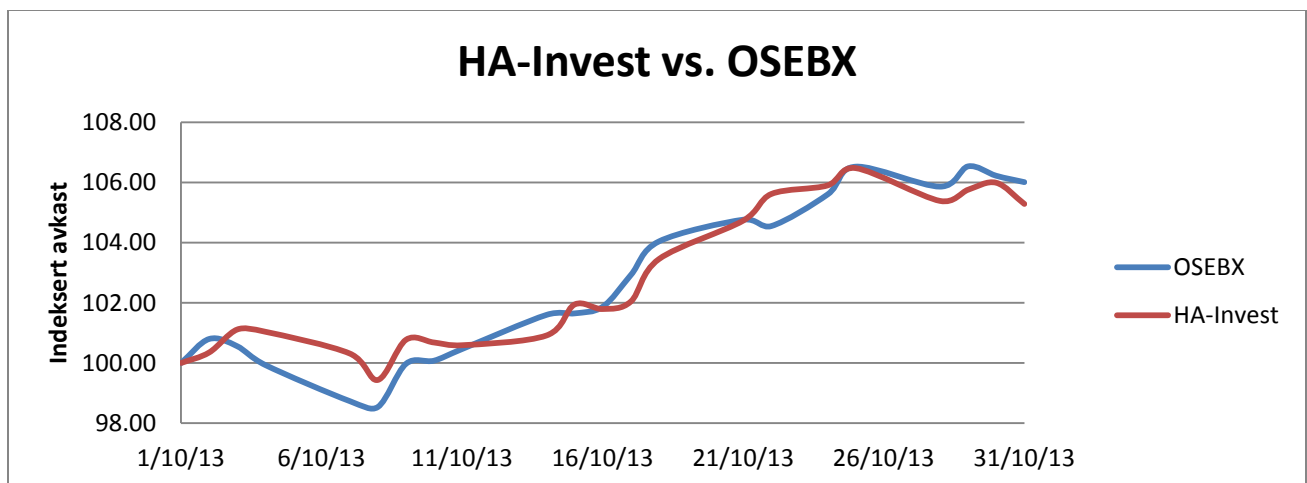
## Porteføljeoppdatering oktober 2013

I del 1 av oppdateringen som kom på fredag ble det tatt for seg makrohendelser i oktober. Vi vil i denne delen se mer på vår portefølje, samt diverse relevante selskapsnyheter for perioden.

Som det ble skrevet om i makrodelen var det i starten av oktober mest snakk om budsjetts- og gjeldskrisen i USA. Børsene verden over var da noe avventende til den urolige situasjonen før børsene reagerte positivt til løsningen. I den seneste perioden har nyhetsbildet vært preget av utgivelse av kvartalstall at for 3. Kvartal. Oslo Børs nådde i oktober til all-time high på rundt 540 – det tok dermed litt mer enn 6 år før Oslo Børs nådde tilbake til nivåene fra sommeren 2007 før finanskrisen.

### Porteføljen

Ved utgangen av oktober består porteføljen av 11 selskaper. Vi har i perioden kjøpt to selskaper; **DOF** og **Schibsted**. Det kan også nevnes at det på møtet den 31. oktober ble bestemt kjøp av **Asetek**. Porteføljen består derfor pr. dags dato av 12 selskaper. Porteføljen har i perioden hatt et avkast på **5.28%** mot en avkastning på **6.01%** på Oslo Børs. Som man kan se av grafen under ligger HA-Invest ganske tett på Oslo Børs sin utvikling.



## Selskapsnyheter

### Statoil

Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober
10/23/2004	520	110	141	57408	73320	11%	27.72%	4.44%

Statoil kom med resultater for tredje kvartal 30. oktober. Tallene kommer omtrent på linje med det som markedet forventet med en omsetning på 169.8 milliarder kroner og et driftsresultat på 39.3 milliarder kroner. Den daglige oljeproduksjonen lå på 1.852 millioner fat. Kvartalet bærer preg av at det er blitt foretatt diverse strategiske endringer, som salg av diverse lisenser osv. De har i perioden solgt lisenser i Barentshavet til OMW og Wintershall. Salgene er gjort med tanke på at de skal frigjøre kapital til videre investeringer i sine kjerneområder i Nordsjøen, samt styrking av sin posisjon i utlandet.

Ellers har Statoil i perioden gjort et større funn utenfor New-Foundland, Canada. Dette betegnes av ledelsen i Statoil som deres utenlandske Johan-Sverdrup. Funnet er gjort i relativt hardt område, noe som medfører kostnader høyere enn i Nordsjøen- Statoil er best i verden på oljeboring under harde forhold. Med det seneste funnet er Statoil det oljeselskapet i verden som har funnet mest olje i 2013, og de har vært med på 4 av de 12 største funnene de siste to årene.

Salgene av lisenser i 3. kvartal gjorde at ledelsen nedjusterte produksjonen for 2014. Markedet venter nå på å se en økning i produksjonen slik at Statoil skal nå sitt mål med 2.5 millioner daglige fat innen 2020. Med funnene de har gjort de siste årene er muligheten til stede for at produksjonen kan øke etterhvert, men det vil bli spennende å se om de de klarer å nå målet sitt innen 2020.

### Telenor

Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober
5/31/2006	450	79	143	35550	64350	10%	81.01%	4.38%

Telenor leverte historisk høye resultater i tredje kvartal, men de lå likevel på linje med forventningene i markedet. Omsetningen kommer inn på 26,953 milliarder kroner, opp 2.7% fra samme kvartal i fjor. EBITDA kom inn på 9465 millioner kroner og er opp 7% sammenlignet med

2012. Dette ga Telenor en EBITDA-margin på 35.11% som er bedre enn den forventede marginen på 34%.

Telenor sliter med lave marginer i deres tradisjonelle markeder som Norge og Danmark. Her er marginene meget presset, og det vil de også fortsette å være i fremtiden. Fokuset på disse regionene vil derfor være å forbedre den operasjonelle driften for å bedre resultatet.

Telenors satsingsområde, Asia, fortsetter utviklingen. I Malaysia steg antall abonnenter med 279.000 i 3. kvartal. Ellers så fortsetter bedringen i andre markeder i Asia, og resultater er for første gang på pluss-siden i Pakistan. Problemene i India fortsetter, men Telenor presterer å kutte tapene kraftig i landet fra minus 536 millioner i 3Q2012 til minus 143 millioner i år. Problemene i India handler om lisenser som Telenor kjøpte for over et år siden, men som de fremdeles venter på å få lov til å ta i bruk grunnet strevsomt alt byråkrati i landet.

Med bakgrunn i usikkerhet rundt salg av håndholdte enheter ser Telenor seg nødt til å nedjustere den forventede omsetningsveksten fra 2-4% til 1-2%. Marginene ventes å komme inn på det som er signalisert tidligere på rundt 34%. Nedjusteringen av veksten gjorde at Telenor falt noe på kvartalsresultatet.

### Gjensidige

Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober
11/23/2011	700	62	111	43645	77770	12%	78.19%	20.76%

Porteføljens beste selskap i oktober med en avkastning på pene 20.76%! Store deler av avkastningen skyldes et bra tredje kvartal av Gjensidige, samt lovnader om et ekstraordinært utbytte. Driftsresultatet til Gjensidige kom inn på 1.673 millioner kroner for kvartalet, opp fra 1.233 millioner kroner i fjor og betydelig bedre enn det forventede resultatet på 1.126 millioner kroner. Resultatet er preget av bedring i driften samt vekst i samtlige segmenter i selskapet. Sammen med det gode resultatet vil ledelsene gi ut et ekstraordinært utbytte på 6 kroner pr. aksje. Det legges også vekt på at de skal fortsette å forbedre lønnsomheten, med sikte på å bedre resultatet ytterligere. Mål for utbytte i fremtiden vil være på 70% av selskapets resultat. Hovedfokuset vil ikke ligge på ytterligere vekst i antall forsikringer da de selv mener at det vil kunne føre til flere og større tap. Alt i alt reagerte markedet utvilsomt positivt og sendte aksjen opp 8% på nyheten.

I dette kvartalet har de også solgt unna deler av Storebrand, og eierskapet har blitt endret fra en strategisk til en finansiell investering. Dette sees på som en rendyrking av Gjensidiges profil, og vil også kunne gi mer kontanter til selskapet.

Gjensidige har vært en kanon god investering for HA-Invest. Det er en mindre risikofullt investering som allikevel har gitt oss en avkastning på 78.19% på to år. Det skal da også nevnes at selskapet også har betalt gode utbytter i perioden.

## PGS

Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober
11/24/2010	550	76	72	41800	39710	6%	-5.00%	-2.89%

Seismikkelskapet PGS leverer relativt like tall som i fjor, med et lite fall i omsetning, og et relativt sett enda mindre fall i EBITDA. Selskapet leverer et EBITDA resultat på 216 millioner dollar mot 222,1 millioner dollar fra tilsvarende kvartal i fjor. Selskapet hadde et EBIT resultat på 108,2 millioner dollar, fra 110,9 millioner dollar fra samme kvartal i fjor. Ut i fra dette guider selskapet nå et EBITDA resultat på omkring 850 millioner dollar for 2013.

Aktører i markedet mener derimot at EBITDA resultatet kan bli så høyt som på 894 millioner dollar for 2013. Dette er noe høyere enn selskapet selv, da markedet hadde forventet langt bedre resultater fra PGS, og kursen falt etter fremleggelsen.

Konsernsjefen sier derimot at de er fornøyde med en driftsmargin på 30 prosent, og nevner at ordreboken for periodene fremover begynner å fylles opp. Han mener også at oljeselskaper(kunder) nå har et høyere fokus på å betale utbytte til aksjonærer istedenfor å investere i videre leting av oljebrønner. Dette kan sees i sammenheng med dagen noe usikre oljekurs. Hvis oljekursen faller vil det ikke være lønnsomt for de store oljeselskapene å lete etter ny olje slik at aktiviteten vil falle i seismikkbransjen. Det negative utviklingen til PGS i oktober kan også sees i sammenheng med usikkerheten i markedet omkring oljeselskapenes fremtidige investeringer.

## Kongsberg

Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober
11/9/2012	425.00	116.00	124.00	49300.00	52700	8%	6.90%	5.53%

Kongsberg-gruppen la torsdag 31.10 frem tall fra 3. kvartal som viser et relativt kraftig fall i selskapets samlede EBITDA, altså driftsresultat før ned- og avskrivninger. Selskapet leverte et

EBITDA resultat på 518 millioner, mot hele 646 millioner fra tilsvarende kvartal i fjor. Til tross for dårligere tall var resultatet likevel bedre enn markedet hadde forventet, med blant annet TDN Finans som estimerte et EBITDA resultat på omkring 503 millioner kroner.

Aksjekursen steg derfor torsdag marginalt etter fremleggelsen.

Kongsberg-gruppen består av fire avdelinger, henholdsvis Kongsberg Maritime, Kongsberg Oil & Gas Technologies, Kongsberg Defence Systems og Kongsberg Protech Systems, hvorav de to første produserer utstyr til Offshorenæringen, mens de to siste produserer utstyr til forsvarstjenester.

Konsernsjef Walter Qvam forteller om en forventet nedgangen, da Kongsberg Protech System har erfart redusert aktivitet. Dette forklares med budsjettusikkerhet i flere sentrale land, samt en betydelig nedgang i aktivitet i USA.

Både Kongsberg Maritime og Kongsberg Defence Systems økte EBITDA resultatet fra i fjor, samt kan vise til fulle ordrebøker for periodene fremover. Gjennom avdelingen Kongsberg Maritime har Kongsberg-gruppen for alvor et begynt å tjene penger til sjøs, med en drøye 7% omsetningsvekst mot fjorårets 3. kvartal. Avdelingen består av over halvparten av omsetningen til gruppen. Den siste avdelingen, Kongsberg Oil & Gas Technologies, er relativt sett en veldig liten avdeling og deres resultat har meget liten betydning på selskapets samlede EBITDA

Selskapet omsatte i 3. kvartal for 3448 millioner, mot 3675 millioner i tilsvarende kvartal i fjor. Gjennom årets tre første kvartaler ligger den samlede omsetning foreløpig over fjoråret, mens den samlede EBITDA ligger under fjoråret.

## Orkla

Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober
6/29/2007	1500.00	30.46	48.25	45690.00	72375	11%	58.40%	9.58%

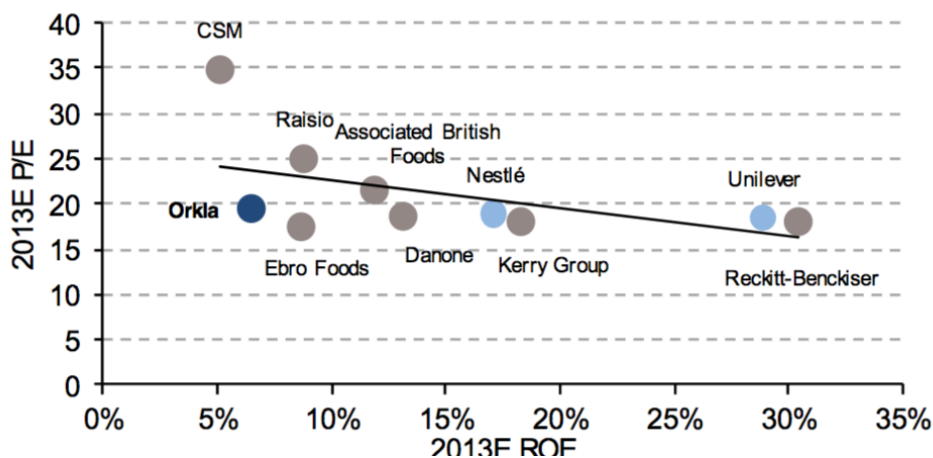
Orkla la 30.12.13 frem sine tall for Q3 som slo konsensus marginalt (2% på topp og 4% på EBITA). Veksten er drevet av Orkla Foods som leverte driftsresultat på 364 mot 312 i fjor, veksten skyldes Riber & Søn spesielt.

Orkla Home & Personal gjorde også et lite byks til 250 mot 216 for tilsvarende periode i fjor, veksten i Home & Personal skyldes spesielt vellykket integrasjon av Jordan i Lilleborg. Korsvold var ikke fornøyd med tallene da resultatfremgangen skyldes fortsatte synergieffekter som hentes ut av

oppkjøp og ikke organisk vekst. Korvold varslor om at videre synergier av Rieber skal sette preg på både Q413 og 2014. Sett bort i fra oppkjøpene hadde Orkla Foods for eksempel en organisk nedgang på 3,5% i omsetning. I forhold til Orklas CMD presentasjon i september der de la frem en forventet årlig stabil organisk vekst på 2-3% f.o.m. 2016 tar Orkla feil kurs i forhold til egen målsetning.

Reaksjonen i aksjen var veldig positiv på Q3 med ca +5%. det er vanskelig å forsvare oppgangen i Q3-tallene. Oppgangen kan reflektere ”Short squeeze”, som forekommer når investorer handler aksjen short(satser på at aksjen vil falle) og aksjen faktisk stiger. Da må investorene ut i markedet å kjøpe aksjer, som gjør at kursen stiger ytterligere. Aksjen er høyt priset på multipler i forhold til peers, og kun dividend-yield på 2.50 kr er kanskje ikke nok til å drive aksjeprisen videre fra der den er i dag?

### Orkla and close peers, 2013E P/E vs. ROE



Framtidsutsiktene for Orkla Brands er moderate da de sliter med å nå mål om organisk vekst grunnet hard konkurranse både fra utenlandske brands og kjedenes egne merkevarer. Orkla står svært sterkt i Norge, men har en litt mer usikker markedsposisjon andre steder i Europa.

Sapa Heat Transer & Building Systems leverer gode Q3 tall og slår estimer med y-o-y vekst på 36% i EBITA. Videre vokser for eksempel Orklas andel i Jotun proporsjonalt med at Jotun gjør det bra. Vi synes det er litt vanskelig å vite hva Orkla vil på lengre sikt med deler av virksomheten som ikke direkte kan identifiseres med Orklas strategi om å være et rendyrket Consumer Brand selskap. I forbindelse med tredjekvartalstallene fremstår en del av disse underselskapene som

forretningsområder med mer vekstpotensiale enn Orkla Brands i seg selv. Eierinteresser i flere sektorer har bidrar også kanskje til en diversifisering av risikoen internt i Orkla-konglomeratet. Men gjennomsliktigheten er lav, og det er vanskelig å sette seg inn i og holde seg oppdatert på selskapet.

## Yara

Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober
2/7/2007	200	168	257	33600	51400	8%	52.98%	6.02%

Prisen på nitrogen og gjødsel gjorde et byks i slutten av september på \$5-10 etter lang tids nedgang og det gikk i tillegg rykter om at bunnen vår nådd for blant annet Urea-prisene. Et par dager etter kom det en ProfitWarning fra Agrium, Yaras største konkurrent. En annen konkurrerende gjødselprodusent, Mosaic meldte også om lave forventninger til periodens resultat og dette tok litt livet av optimismen. I starten av oktober så vi at nordamerikas fosfat-kartell ble brutt opp og det endrer konkurransesituasjonen og reflekteres i lavere priser hos sluttkundene for Yara. Dette er negativt, og historisk har fall i fosfatprisene hatt stor innvirkning på Yara. Yaras Q3 talls om ble levert 18.10.13 var relativt likt med eller marginalt bedre enn forventningene i markedet på EBITDA-nivå. EPS var litt dårligere enn forventet, 5.62 mot fx. 6.7 Arctic estimat. I samme perioden i fjor var EPS 9.25 og dette er en streng tilbakegang som kanskje ikke reflekteres nok i aksjeprisen. Tilbakegangen i EPS fra Q312 til Q313 var ca 40%, mens aksjen fra Q312 til Q313 kun gikk tilbake 17% fra 290 til litt under 240.

**China Average Urea Price**



P.t. (01.11.13) står kursen i stengte aksjen i 263 og det har vært en liten oppgang siden Q313 som trolig skyldes forventninger til at flere av råvareprisene som driver nitrogenbasert gjødselindustri skal stige. Et eksempel: Ureaprisene i Kina har flatet gradvis ut siden mars og har vært stabile den siste måneden. De kinesiske ureaprisene driver de globale ureaprisene. De siste tre årene har ureaprisene i kina steget i fra slutten av oktober frem til Q1 eller Q2 i etterfølgende år, og dette er trolig en av flere positive effekter som skal drive forventningene til gjødselmarkedet nå. Ureapriser og Yara korrelerer som kjent svært tett. Det er gode grunner til å forvente økt inntjening hos Yara dersom ovenstående går inn.

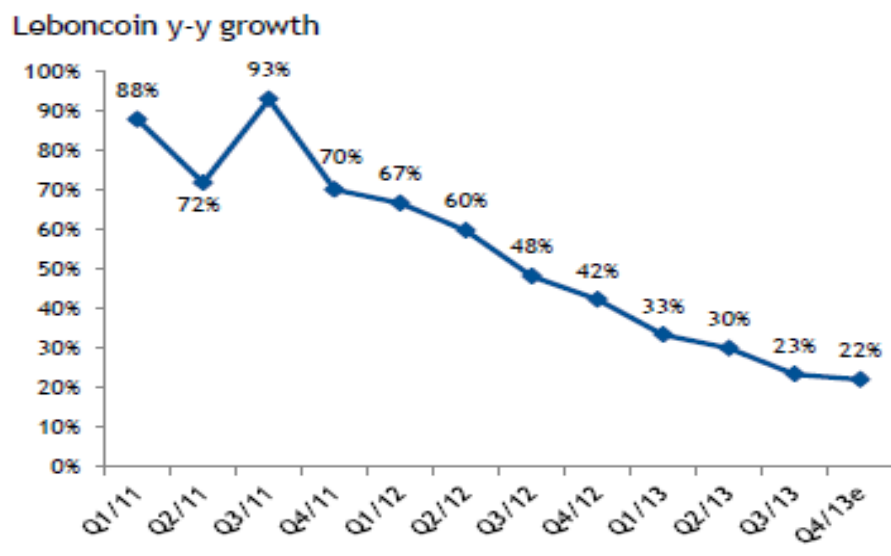
### Schibsted

Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober
10/11/2013	147	338	364	49715	53508	8%	7.63%	7.63%

Schibsted ASA, som er blant de nyeste investeringene HA-Invest har gjort, har over den siste måneden vært en av de største bidragsrytterne til porteføljen. SCH leverte resultater denne uken, og det var mange investorer som hadde argusøyne rettet mot utviklingen i OC (online classifieds). Finn.no og Blocket.se fortsetter å levere solide tall sett på den skandinaviske delen av driften. Litt mer spennende har det vært å se hvordan utviklingen har vært i franskbaserte Leboncoin og den spanske virksomheten. Hovedtallene kan trygt sies å være solide, med en inntjening som kom inn på ventet 3.654m. EBITDA kom inn 2 prosent under konsensus på 437m.

OC vokste med 13 prosent y-y og 17 prosent justert for den spanske driften. Veksten i Leboncoin var avtagende som ventet fra 30 prosent vekst y-y i Q2`13 til 23 prosent vekst y-y i Q3`13. Det ventes at veksten stabiliseres utover i 2014 og 15 på bakgrunn av pris justeringer og bedre innsats rettet mot eiendomssalg kategorien.





Ser man på mediehusene til Schibsted leverte de resultater på linje med hva som var ventet. De fortsetter å vise til at transformasjonen til online media i både Sverige og Norge går som vellykket. Online reklame inntekter økte med 18 prosent y-y i Q3`13.

Aksjen har de siste ukene vært en av de mest omsatte på Oslo Børs og har siden kjøpsdato 11. oktober steget 8 prosent. I går kunne man derimot se at mange i toppledelsen til Schibsted solgte unna egne andeler. I et selskap som RCL er det vanlig at toppledelsen kjøper og selger jevnlig. Det er noe mer uvanlig i et firma som Schibsted. Skal det tolkes som at de skal finansiere hytta, eller skal det betraktes som et dårlig tegn for videre utvikling? Aksjen har falt 15 kr de siste 2 dagene, som tilsvarer 3-4 prosent.

### Andre porteføljeselskaper

Selskapene i porteføljen som fremdeles ikke har lagt frem resultater er: DOF (15. November), Subsea 7 (18. november) og Höegh LNG (19.november). Som det kan ses under så har disse tre selskapene hatt en relativt flat utvikling i oktober. Det har ikke vært noen nyheter som har flyttet noen av selskapene i vis grad. Tredje kvartallstallene for selskapene vil gi en god indikasjon på hvordan driften har vært, og vil forhåpentligvis også gi en god inikasjon på fremtiden. For både DOF og Subsea 7 vil utviklingen i det Brasilianske offshore markedet være spesielt spennende. Vi i HA-Invest følger spent med og håper på gode resultater for de siste selskapene.

Til slutt kan vi også nevne at vi fredag 1. november kjøpt 650 aksjer i Asetek til kr. 40 pr. aksje. Selskapet legger frem resultater for kvartalet 20. november.

<u>Dof</u>									
Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober	
10/11/2013	1790	28	28	49762	50120	8%	0.72%	0.72%	

<u>Subsea 7</u>									
Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober	
2/20/2008	540	112	126	60345	67986	10%	12.66%	0.08%	

<u>Höegh</u>									
Dato kjøpt	# aksjer	Kostpris	Kurs	Opprinnelig MV	Dagens MV	Vekt i %	Total avkast%	Avkast oktober	
5/21/2012	1300	54	46	69550	59540	9%	-14.39%	1.78%	